

RECHT UND KAPITALMARKT

Differenzierung am Schuldscheinmarkt wächst

Vetorecht in der Dokumentation schützt vor unliebsamen Hedgefonds – Konsortialbindung immer wichtiger für die Kreditnehmer

Von Thomas Schrell *)

Börsen-Zeitung, 4.10.2014

Der Schuldschein erfreut sich bei Unternehmen aus unterschiedlichsten Branchen großer Beliebtheit. Gleichwohl liegt das Volumen der Emissionen 2014 leicht unter den Werten im vergangenen Jahr. In jedem Fall wird dieses Finanzierungsinstrument internationaler. Unter den Investoren sind zunehmend ausländische Adressen. Auch auf der Emittentenseite finden sich seit geraumer Zeit nicht nur einheimische Unternehmen. Wachstumstreiber werden künftig kleine bis mittlere Unternehmen sein. Hinzutreten ist in jüngerer Zeit eine ganz neue Gruppe von Marktteilnehmern: Kommunen und Unternehmen der öffentlichen Hand haben den Schuldscheinmarkt entdeckt. Was ist der Grund für die ungebrochene Popularität des Schuldscheins und wohin geht die Reise?

Handelbarkeit begrenzt

Der Schuldschein ist der Sache nach ein bei Banken und bestimmten institutionellen Investoren privatplatzierter Kredit mit einer eingeschränkten Fungibilität mangels eines organisierten Marktes. Beide Aspekte dieses hybriden Finanzierungsinstrumentes – Privatplatzierung wie limitierte Handelbarkeit – machen den Schuldschein aus Sicht des kapitalSuchenden Unternehmens immer dann besonders interessant, wenn es beabsichtigt, die Gruppe der Finanzierungspartner über die bestehenden Haus- und Kernbanken hinaus zu erweitern. Gleichzeitig geht das Interesse des Unternehmens dahin, die Gruppe der Finanziers nicht unpraktikabel groß werden zu lassen und damit die Möglichkeit zur direkten Kontaktaufnahme mit dem jeweiligen Schuldscheininvestor sicherzustellen.

Demgegenüber führt die klassische Unternehmensanleihe, wenn und soweit sie öffentlich angeboten bzw. an einem organisierten Markt

zum Handel zugelassen wird, typischerweise nicht nur zu einem deutlich größeren Kreis von Kapitalpartnern, sondern auch zu einem im Einzelfall außerordentlich schwierigen Zugang zum einzelnen Schuldscheininvestor, sollte dies gewünscht bzw. erforderlich werden. Dass daneben Kosten und (Dokumentations-)Aufwand einer Schuldscheinprivatplatzierung deutlich geringer sind als bei einer Anleiheemission und keine Transparenz- und Folgepflichten zu beachten sind, sei hier nur am Rande erwähnt.

Mit Hold-out-Strategie

Auf der anderen Seite kann bei einer Schuldscheinemission nicht ausgeschlossen werden, dass neben die Investoren, die bislang fast ausnahmslos Buy-and-hold-Ansätze verfolgen, sprich bis Endfälligkeit im Schuldschein bleiben, solche Kapitalgeber treten, die Restrukturierungsstrategien oder gar eine Hold-out-Strategie verfolgen. Dies lässt sich zwar zur Zeit im Markt noch nicht beobachten. Der Schuldscheinemittent kann zwar dem Risiko, mit einem unliebsamen Hedgefonds konfrontiert zu werden, entgegensteuern. Dies gelingt aber nur dann, wenn er in der Schuldscheindokumentation, die den Schuldscheininvestoren eine Übertragung des Kreditrisikos auf andere Marktteilnehmer erlaubt, ein entsprechendes Vetorecht verankert. Es lässt sich auch dann sicherstellen, wenn die Übertragung an Hedgefonds und sonstige institutionelle Investoren mit einem Restrukturierungsansatz von vornherein generell untersagt ist. Ansonsten gäbe es keine rechtliche Handhabe gegen die Übertragung an einen unliebsamen Fonds.

Was ist nun der entscheidende Unterschied zum Konsortialkredit? Da ist zunächst die schlankere Dokumentation, obgleich sich in der jüngeren Vergangenheit ein klarer Trend zu einer größeren Komplexität der Schuldscheindokumentation gezeigt hat. So sind nicht nur Zusicherungen, Auflagen und außeror-

dentliche Kündigungsgründe unverzichtbarer Bestandteil einer Schuldscheinemission geworden, sondern auch Finanzkennzahlen, und das fast in einer Dichte und Ausprägung, wie wir es von Konsortialkrediten kennen. Ursächlich hierfür sind auf der einen Seite gestiegene Emissionsvolumina pro Einzeltransaktion – die bis zu mittleren dreistelligen Millionenbeträgen reichen – und auf der anderen Seite im Einzelfall Risikolagen, die aus Sicht der strukturierenden Bank schlicht eine höhere Regelungsichte erfordern.

Als weiterer struktureller Unterschied ist die mangelnde Konsortialbindung im Innenverhältnis zu nennen. Es ist zurzeit nur in Ausnahmefällen zu beobachten, dass in einzelnen Schuldscheindarlehen eine Konsortialbindung, wie sie aus dem Konsortialkredit bekannt ist, eingeführt wird. Eine solche Konsortialbindung würde es dem jeweiligen Emittenten erlauben, von den Investoren die Abgabe von Waiver-Erklärungen und Zustimmungserklärungen durchzusetzen, wenn zwei Drittel der Investoren dem zustimmen. Der einzelne Schuldscheininvestor hätte dann kein Vetorecht mehr – ein solches stünde ihm bei einem klassischen Schuldschein zu. Warum ist das wichtig? Ein Vetorecht eines einzelnen Investors kann im Einzelfall zum Nachteil des Emittenten erhebliche Brisanz entwickeln – so im Fall der Nichteinhaltung von Finanzkennzahlen, die zu Kündigungsrechten führt, bei Restrukturierungskonstellationen ganz allgemein, aber auch wenn es dem Kreditnehmer aus anderen Gründen darum geht, von einmal den Kreditgebern gegenüber übernommenen Verpflichtungen in der Zukunft aus geschäftlichen Gründen abzuweichen zu können.

All dies könnte durch die Ausübung eines Vetorechts eines einzelnen Investors zu Fall gebracht werden. Die Einführung einer Konsortialbindung ist somit in der Summe für den Kreditnehmer wichtig, da sie erheblich zur Stabilität der Finanzierung beiträgt. Sollte es im Einzel-

fall, aber auch für bestimmte Konstellationen ganz allgemein, eine Konsortialbindung im Innenverhältnis geben, wird es wegen der geänderten Risikolage zwangsläufig zu Änderungen von Struktur und Konditionen des Schuldscheins kommen, so wie sich auch die Zusammensetzung der Investoren ändern wird.

Stärkere Individualisierung

Neben die Weiterentwicklung und Ausdifferenzierung von Dokumentationsfragen und strukturellen Themen bei Schuldscheinen, Konsortialkrediten und Unternehmensanleihen tritt ein weiterer Aspekt: Es war schon immer so, dass bonitätsstarke Unternehmen mehr Einfluss auf Struktur und Konditionen eines Finanzierungsinstruments nehmen können als solche, die ein größeres Risiko darstellen. Das ist keine neue Erkenntnis. Was sich aber in Zukunft ändern wird, ist das Ausmaß der Individualisierung von Finanzierungsmitteln, einschließlich von Schuldscheinen.

Wirtschaftlich starke und prospe-

rierende Unternehmen werden immer stärker maßgeschneiderte Finanzierungen durchsetzen können. Warum ist das so? Zunächst geht der Blick natürlich Richtung reichlich vorhandene Liquidität im Markt. Diese sucht nach geeigneten Anlageobjekten. Da ist aber auch die Vielzahl an Investoren, die mit globalem Ansatz in allen Finanzierungs- und Kapitalmarktsegmenten unterwegs sind, die ganz unterschiedliche Ertragserwartungen aufweisen und auch in Sachen Risikoappetit ganz uneinheitlich aufgestellt sind.

Höhere Anforderungen

Schließlich sind die Anforderungen der Unternehmen daran, dass unternehmerische Entwicklung und Finanzierungen Hand in Hand gehen und eng aufeinander abgestimmt sind, dramatisch gestiegen. Nun könnte man einwenden, dass dies dem Trend zur Standardisierung von Finanzierungsinstrumenten fundamental entgegensteht. Dieser wird getrieben von dem Bemühen, Kosten zu reduzieren, die Handelbarkeit zu erleichtern, und eine

schnelle und unkomplizierte Bewertung durch interessierte Investoren zu ermöglichen. Standardisierung ist in den Finanzierungs- und Kapitalmärkten alles andere als neu und dem Grunde nach auch Voraussetzung für das Funktionieren von Finanzierungs- und Kapitalmärkten. Beide Phänomene, Individualisierung wie Standardisierung, schließen einander nicht aus, sondern werden in der Zukunft zunehmend auch die Strukturierung und Dokumentation von Schuldscheinen bestimmen.

Nach alledem werden wir eine weitere Ausdifferenzierung des Schuldscheins sehen. Da sind die traditionellen, knapp gefassten Schuldscheine, daneben stehen schon jetzt die Schuldscheine, die sich dem Konsortialkredit in Struktur wie Regelungsichte angenähert haben und weiter annähern werden und als neue Entwicklung werden solche Finanzierungsinstrumente zu sehen sein, die in einem hohen Maß maßgeschneidert sind.

.....
*) Thomas Schrell ist Partner bei Heuking Kühn Lüer Wojtek.